

2026年5月13日

鸣鸣很忙 1768 HK

BUSY MING GROUP

分析师：肖凯希

效率制胜的零食量贩行业龙头

我们认为，中国零食行业正处于由渠道效率驱动的重构中，零食量贩行业正处于快速增长轨道，行业已形成由鸣鸣很忙与万辰集团主导的双强格局，公司作为行业龙头，有望凭借规模优势实现快速高质发展。

? 两万家门店后，规模增长还有多少空间

✓ 公司门店增长潜力依然广阔，市场份额有望进一步提升，我们预计2028年公司门店数量将接近3.1万家，较当前仍有约四成的增长空间。与此同时，公司正围绕零食消费场景进行品类延伸。

? 效率驱动的商业模型下，盈利改善能否持续兑现

✓ 公司运营效率行业领先。我们认为公司有望经历一轮由规模效应释放与竞争格局优化共同驱动的盈利能力上行期，得益于行业竞争趋缓、万店规模带来的上游议价能力提升、及数字化系统对费用的有效摊薄等因素。

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 427.80 港元 542.00 +26.7%

2026年5月13日

鸣鸣很忙 (1768 HK)

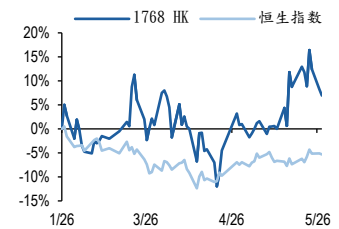
效率制胜的零食量贩行业龙头；首予买入，目标价 542.00 港元

- 中国零食量贩龙头，行业双强格局初定：此前，我们发布了行业剖析《[行业前瞻洞察系列：零食量贩行业——效率重塑的下半场](#)》，认为中国零食行业正处于由渠道效率驱动的重构中，零食量贩行业正处于快速增长轨道，行业已形成由鸣鸣很忙与万辰集团主导的双强格局（合计市占率超七成）。展望未来，我们认为行业竞争逻辑正从门店扩张、份额争夺转向扩张与提效并举。公司作为行业龙头，截至2025年末门店总数约2.2万家，市占率约四成，有望在这一阶段凭借规模优势实现快速且高质量的增长。
- 门店扩张空间充足，品类延伸有望提升单店价值：公司门店增长潜力依然广阔，市场份额有望进一步提升，我们预计2028年公司门店数量将接近3.1万家，较当前仍有约四成的增长空间。与此同时，公司正围绕零食消费场景进行品类延伸，引入热食、冷藏、冷冻等品类，拓宽消费场景与客单价空间，有望进一步提升单店价值。
- 效率驱动下的盈利模型，利润率进入改善通道：公司运营效率在全球零售业中处于领先水平，2025年公司现金周转天数仅5天。我们认为公司有望经历一轮由规模效应释放与竞争格局优化共同驱动的盈利能力上行期，得益于行业竞争趋缓、万店规模带来的上游议价能力提升、及数字化系统对费用的有效摊薄等因素，我们预计公司经调整净利率有望在2026-28年呈现稳步提升态势。叠加高效的资产周转，公司未来ROE仍能维持超过20%的行业优秀水平。
- 龙头溢价合理，首予买入，目标价 542.00 港元：我们预计公司2025-2028年收入CAGR约18%，经调整净利润CAGR约23%，利润增速快于收入增速，展现出量贩模式从规模扩张期进入盈利变现期的特征，预计经调整净利率将从2025年的4.1%稳步提升至2028年的4.6%。基于25倍2026-27年平均市盈率，给予目标价542.00港元，对应1.1倍PEG，在可比公司中具备吸引力，首予买入。**风险：**行业竞争致价格竞争加剧；万店规模下的加盟商管理的挑战；品类延伸过程中供应链建设与门店运营复杂度管理的不确定性；宏观经济波动。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	465.60
52周低位 (港元)	352.20
市值 (百万港元)	92,370.58
日均成交量 (百万)	0.05
年初至今变化 (%)	na
200天平均价 (港元)	na

资料来源：FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	39,344	66,170	88,037	101,464	108,721
同比增长 (%)	282.1	68.2	33.0	15.3	7.2
净利润 (百万人民币)	913	2,692	3,735	4,479	4,985
每股盈利 (人民币)	7.08	13.62	17.34	20.79	23.14
同比增长 (%)	47.3	92.5	27.3	19.9	11.3
市盈率 (倍)	52.5	27.3	21.4	17.9	16.0
每股账面净值 (人民币)	44.41	40.89	63.46	77.87	93.99
市账率 (倍)	8.36	9.08	5.85	4.77	3.95
股息率 (%)	0.1	0.4	0.8	1.0	1.1

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

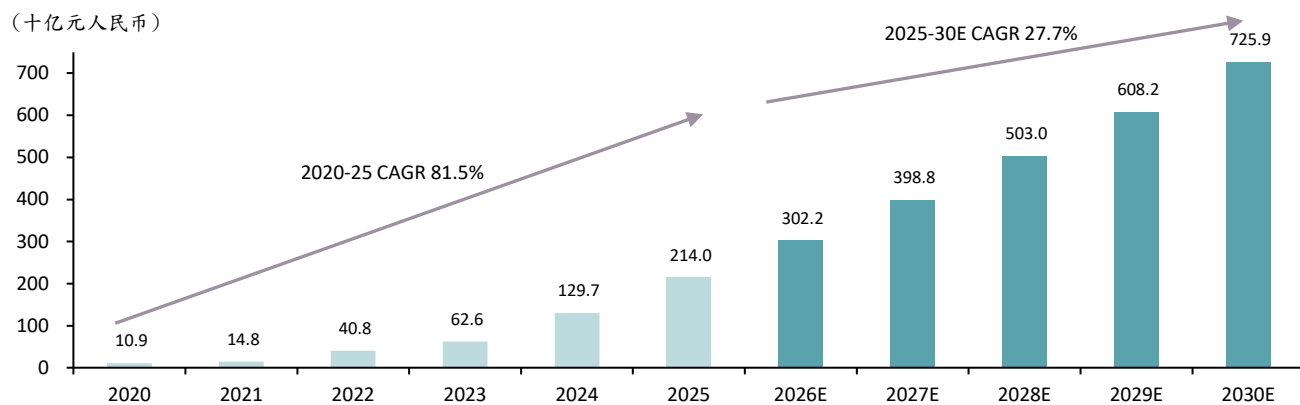
目录

关键图表	4
投资要点	6
行业分析：双强格局下的规模变现期	8
硬折扣重构价值链，效率构筑护城河	8
“双强”格局下，盈利释放周期有望逐步开启	11
公司亮点：极致效率的零食量贩龙头企业	14
中国零食量贩行业的领导者，近年来公司规模快速增长	14
产品策略：数据驱动的精准选品与差异化开发	14
供应链策略：高周转模式下成本优势的底层支撑	18
门店策略与发展：加盟驱动高效扩张	19
财务分析与盈利展望	22
收入：门店网络驱动下收入高速增长	22
盈利能力：规模释放推动盈利能力进入上行通道	23
核心财务预测与敏感度分析	25
估值与目标价	26
首次覆盖给予买入评级，目标价 542.00 港元，对应潜在涨幅 26.7%	26
风险分析	29
股东结构和管理层背景	30
重要发展里程碑梳理	31

关键图表

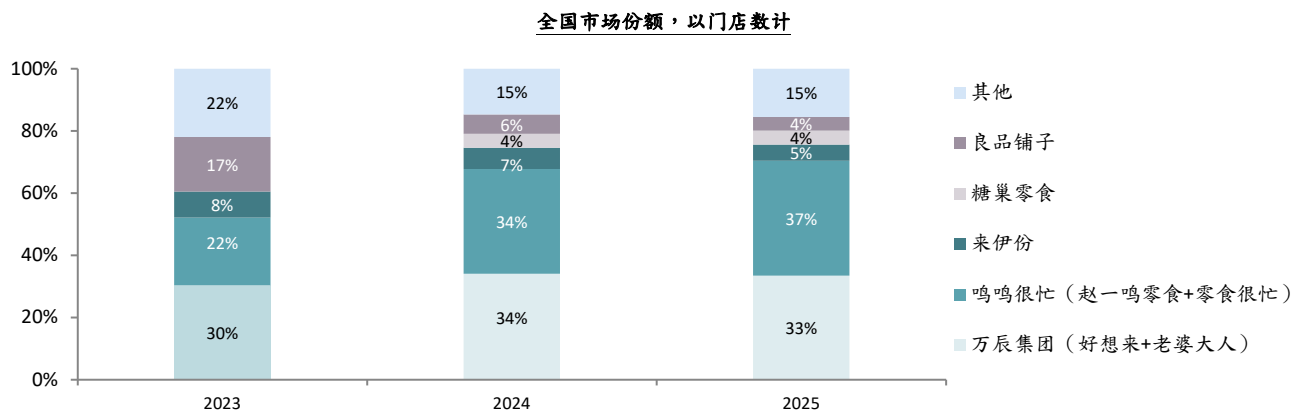
① 行业持续扩容，份额向头部集中

图表 1: 中国量贩零食饮料零售市场仍处于快速增长阶段，渗透空间犹存



资料来源: 国家统计局, 灼识咨询预测, 万辰招股书, 交银国际

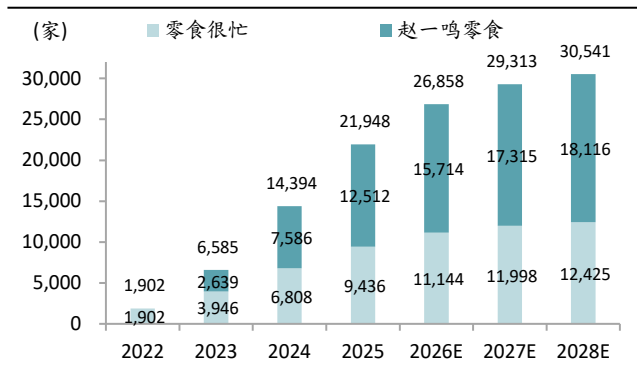
图表 2: 全国双强格局加速形成，行业或进入盈利释放期



资料来源: 极海品牌监测, 鸣鸣很忙招股书, 万辰招股书, 交银国际整理

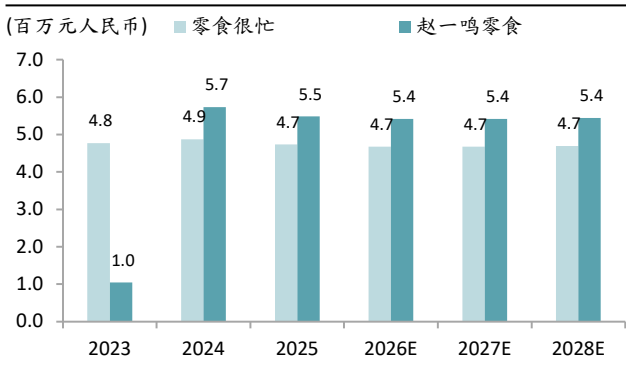
⊕ 门店稳健扩张，盈利能力步入上升通道

图表 3: 门店扩张从高速转向稳健，2028 年有望接近 3.1 万家



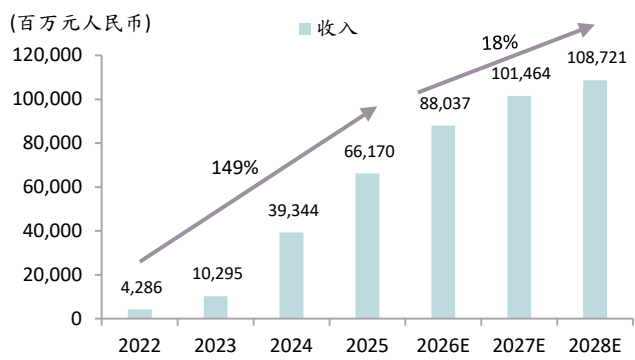
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际预测

图表 4: 2026-28E 单店 GMV 预计保持大致稳定



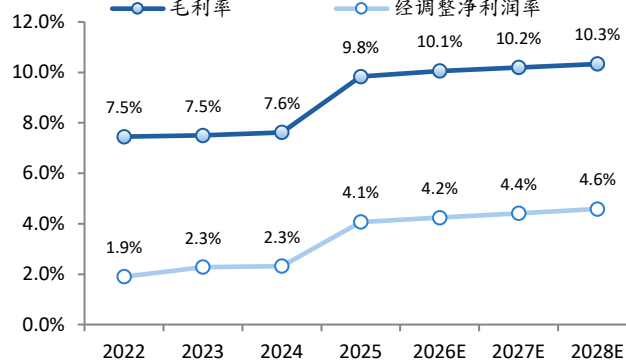
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际预测

图表 5: 收入增长由门店扩张主导，2025-28E 复合增速约 18%



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际预测

图表 6: 竞争趋缓叠加规模效应释放，盈利能力有望稳步改善



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际预测

图表 7: 鸣鸣很忙与万辰集团关键数据对比

	鸣鸣很忙	万辰集团
门店规模	21,948 家	18,314 家
GMV 总额	2024/2025: 555.3 亿元/935.7 亿元	2024/2025: 426.0 亿元/773.2 亿元
收入	2024/2025: 393.4 亿元/661.7 亿元	2024/2025: 317.9 亿元/508.6 亿元 (零食业务)
区域布局	华中、华南、西南，下沉市场渗透率高，60%门店位于县镇	华东、华北市场为主
发展路径	内生增长+战略合并 (零食很忙+赵一鸣零食)	外延并购为主，整合多个区域品牌
供应链能力	56 个仓库	48 个常温仓库+9 个冷链冷库
库存周转天数	12.7 天	约 17.9 天 (零食业务)
毛利率	2024/2025: 7.6%/9.8%	2024/2025: 10.7%/12.2%
经调整净利率	2024/2025: 2.3%/4.1%	2024/2025: 2.6%/5.0%
未来战略	推进门店升级与品类延伸，强化数字化	积极探索新店型，积极拓品类

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 万辰集团招股书, 公司公告, 交银国际整理 *注: 均为 2025 年数据, 除非另外说明

投资要点

⊕ 中国量贩零食龙头，“双强”格局下公司有望受益于行业发展

行业不断扩容和行业竞争格局改善是我们看好公司的首要前提。此前，我们发布行业剖析《[行业前瞻洞察系列：零食量贩行业——效率重塑的下半场](#)》，中国零食行业正处于由渠道效率驱动的重构中，零食量贩行业正处于快速增长轨道；且经过 2023-2024 年的并购整合，量贩零食行业已形成鸣鸣很忙与万辰集团主导的双强格局，2024 年 GMV 口径合计市占率超过七成。

这一高度集中的竞争结构意味着：**其一**，新进入者面临的规模壁垒、供应链壁垒和加盟生态壁垒已难逾越；**其二**，头部企业的竞争策略将从开店抢份额转向提效释放利润，我们看到价格战与加盟补贴在 2025 年明显退坡；**其三**，万店规模带来的上游议价权进入释放阶段，采购成本优化空间持续打开。截至 2025 年末，鸣鸣很忙已拥有门店超过 2.2 万家，市占率接近四成，作为行业龙头公司有望在这一阶段凭借规模优势实现快速且高质量的增长。

⊕ 两万家门店之后，规模增长还有多少空间？

公司门店增长潜力依然广阔。基于我们对行业中期约 6.7 万家门店天花板的测算，公司市场份额有望进一步提升，中期门店数量较当前仍有超过四成的开店空间，主要来源于低线城市的进一步渗透。我们预计 2025-2028 年门店数量 CAGR 可达 12%，从当前约 2.2 万家增长至 2028 年超过 3 万家。此外，公司正围绕零食消费场景进行品类延伸，通过引入烤肠、蛋挞等热食以及冷藏、冷冻等品类，有望进一步提升单店消费频次与客单价。

市场或担忧其门店规模天花板，以及门店加密过程中的同店蚕食。我们看到，2025 年下半年以来同店稀释的风险开始缓解，随着公司门店效率和会员运营的提升，管理层表示 2026 年春节期间公司同店实现了正增长，我们视此为积极信号；同时 2025 年处于低位的闭店率（约 1.2%）也验证了其加盟门店的健康度。我们建议投资者密切跟踪其单店数据与拓店进度。

⊕ 效率驱动的商业模型下，盈利改善能否持续兑现？

我们认为公司有望在实现规模继续提升的同时，盈利能力也有望得到持续改善。我们观察到，鸣鸣很忙经调整净利率已从 2024 年的 2.3% 提升至 2025 年的 4.1%，同比提升超过 175 个基点。

展望未来，其净利率的提升路径依然清晰：**1)** 竞争格局优化叠加产品结构优化、采购规模深化，带动毛利率结构性改善；**2)** 数字化运营持续摊薄销售费用率和管理费用率，推动运营成本节省。我们预计公司经调整净利率有望在 2026-28 年呈现稳步提升态势，从 2025 年的 4.1% 提升到 2028 年的 4.6%。此外，公司运营效率在全球零售业中处于领先水平，2025 年公司现金周转天数仅 5 天。叠加高效的资产周转，公司未来 ROE 仍能维持超过 20% 的行业优秀水平。



行业前瞻洞察系列：[零食量贩行业——效率重塑的下半场](#)

⊕ 龙头溢价合理，PEG 仍具吸引力，首予买入，目标价 542.00 港元

我们预计公司 2025-2028 年收入 CAGR 约 18%，同期经调整净利润 CAGR 约 23%，利润增速快于收入增速，展示出量贩模式从规模扩张期进入盈利变现期的特征。基于公司 2026 年经调整净利润 37.4 亿元，我们给予 25 倍 2026-27 年平均目标市盈率，对应目标价 542.00 港元。估值倍数综合考量了：1) 公司作为行业龙头的规模溢价；2) 25 倍 PE 隐含 PEG 约 1.1 倍，处于合理区间；3) 品类延伸带来的潜在单店价值弹性。

相较于直接竞争对手万辰集团，我们认为适度的溢价是合理的，主要基于以下三方面的因素：1) 规模领先，门店网络质量更优。截至 2025 年底，鸣鸣很忙的门店规模略大于万辰集团（鸣鸣很忙/万辰集团门店数：21,948 家/18,314 家），同时鸣鸣很忙 2025 年闭店率约 1.2%，低于万辰集团的 3.0%，说明加盟商对公司模式的认可度更高。2) 经营效率领先。鸣鸣很忙单店月均 GMV 42.9 万元（万辰 38.2 万元），存货周转天数 12.7 天（万辰 17.9 天），在客流获取和供应链效率上处于更优水平。更高的单店产出使加盟商回本周期更短，门店网络的扩张基础更为健康。3) 财务结构更为稳健。2025 年鸣鸣很忙/万辰集团资产负债率分别为 36%/75%。而万辰的优势在于更高的盈利能力（经调整净利率万辰 5.0%vs 鸣鸣很忙 4.1%），这可能得益于更早完成的多品牌整合，以及 2025 年开店节奏放缓的阶段性策略差异。随着鸣鸣很忙规模效应的持续释放以及扩张节奏趋于稳健，两者的净利率差距有望逐步收窄。

综合来看，万辰集团自 2023 年进军零食业务以来平均交易在 24 倍 PE 区间，高速增长期一度达到 30 倍以上。我们给予鸣鸣很忙 25 倍 PE，位于万辰集团历史区间的中枢水平附近，考虑到鸣鸣很忙更大的规模基数和更优的经营效率，我们认为该估值具备合理性。

⊕ 短期催化

1. 同店数据回暖：2026 年春节错期效应叠加公司的备货有效性提升，管理层表示春节期间同店已转正，同业万辰 1-2 月单店月均 GMV 有高单位数增长的良好表现；此外，针对早期存量门店的运营优化计划，效率提升效果有望逐步体现。
2. 全年开店节奏验证：观察净新增门店进度，锚定全年目标的可实现性；
3. 品类延伸迭代进展：跟踪新品类对同店的拉动效果；

⊕ 风险提示

1. 行业竞争可能导致价格竞争加剧，侵蚀单店效益与利润率；
2. 万店规模下的加盟商管理与标准化运营面临挑战；
3. 品类延伸过程中，热食及冷链品类的供应链建设、门店运营复杂度管理及单店模型优化存在不确定性；
4. 宏观经济波动。

行业分析：双强格局下的规模变现期

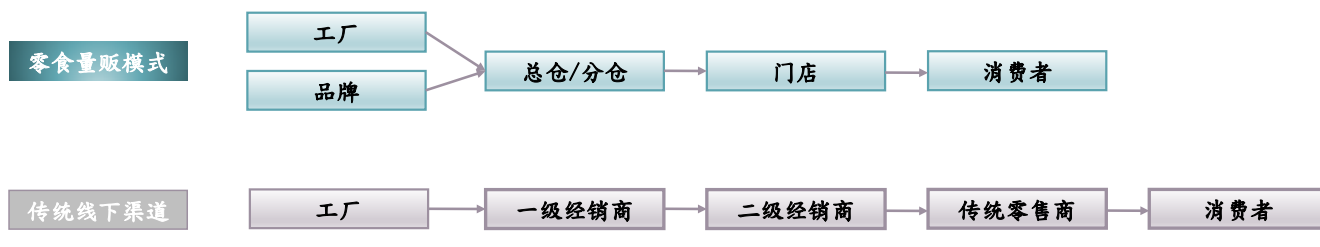
在此前发布的行业剖析《[行业前瞻洞察系列：零食量贩行业——效率重塑的下半场](#)》中，我们认为，当前行业发展将逐步从门店扩张为主过渡到以精细化运营和单店价值提升的高质量增长阶段。当前“南很忙、北万辰”的头部企业格局已趋稳固，竞争焦点将逐步从规模扩张和份额争夺转向效率兑现与业态升级。因此，业态演进和盈利能力提升将是未来关注的重点。

硬折扣重构价值链，效率构筑护城河

零食量贩对渠道价值链进行了有效重构，渠道效率提升，驱动着近年来行业的爆发式增长。零食量贩店通过“工厂直采-总仓-门店”的极简链路，将终端加价率较传统商超压缩三成，不仅支撑了终端价格较传统商超低 20%-30% 的竞争优势、建立了价格心智，也通过丰富的产品选择、高频上新、贴近社区的布局为消费者提供了便捷体验。

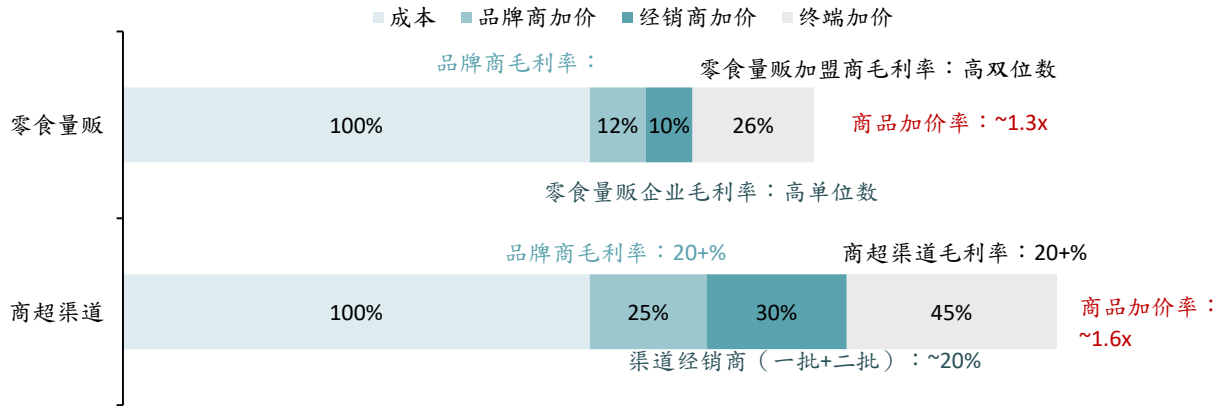
在消费趋于理性、消费者追求质价比的背景下，这种渠道效率优势进一步被放大，推动整个赛道快速扩容。2020 年至 2025 年，中国量贩零食行业 GMV 从 109 亿元激增至 2,140 亿元，CAGR 高达 81.5%。期间，头部企业依托加盟模式和数字化运营，在保证周转和效率的同时，实现了万店规模的快速复制。

图表 8: 零食量贩产业链对比传统渠道中间流通环节更少



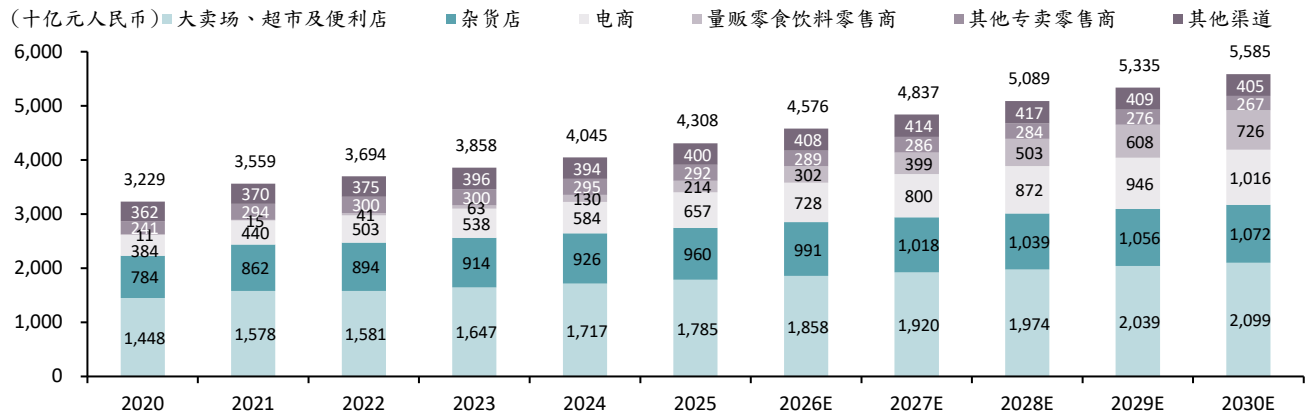
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际整理

图表 9: 零食量贩渠道的商品加价率低于商超渠道



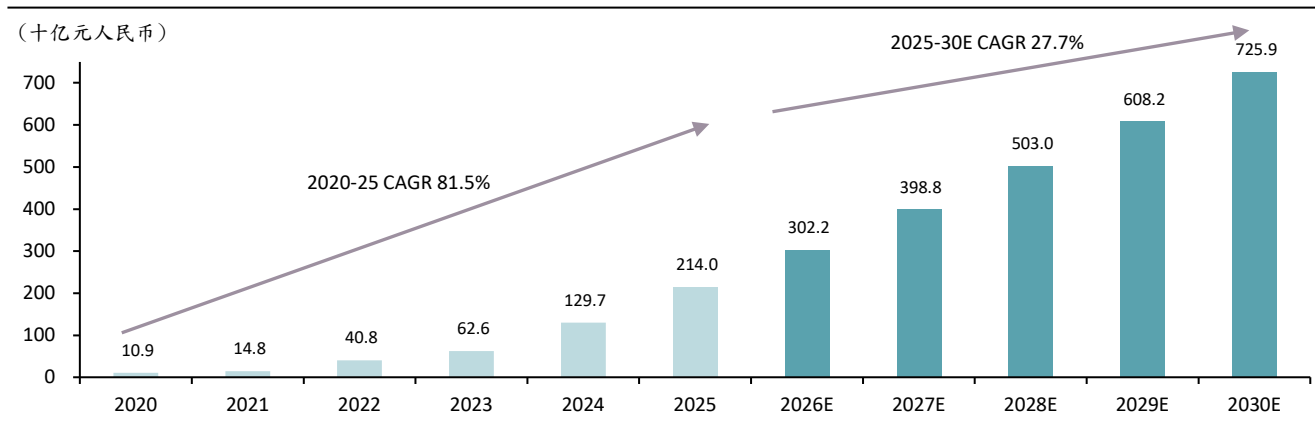
资料来源: 产业链相关公司公告, 交银国际测算

图表 10: 2020-30E 年按销售渠道分的中国内地零食饮料零售市场规模, 按 GMV 计



资料来源: 国家统计局, 灼识咨询预测, 万辰招股书, 交银国际

图表 11: 2020-30E 年中国量贩零食饮料零售市场规模，按 GMV 计



资料来源: 国家统计局, 灼识咨询预测, 万辰招股书, 交银国际

未来增长动力将逐步从门店扩张转向单店价值提升：行业未来增长依旧可观，驱动因素主要包括门店扩张与单店价值提升。我们测算中期全国门店天花板约为 6.7 万家，较当前仍有超过三成的增长空间，下沉市场与空白区域将成为主要增量来源。随着门店数量接近中期目标，增长动能将逐步转向单店潜力的挖掘；在这个过程中，头部企业有望将运营效率和规模优势转化为盈利能力的提升，进而驱动业绩高质量增长。

图表 12: 全国量贩零食饮料零售市场中期行业门店空间 and 市场规模测算

城市线级	门店密度 (万人/店)	潜在人口覆盖 (百万人)	测算门店天花板 (千家)	单店 GMV (百万人民币/家)	总 GMV (百万人民币)	备注
一线及新一线城市	2.6	287	11.0	5.60	61.8	便利店等代替渠道密集
二线城市	2.0	235	11.8	5.32	62.5	仍有渗透空间，但竞争已经较为激烈
三线城市	1.8	365	20.3	5.05	102.5	量贩业态的主力渗透市场
四线及其他城市	2.2	521	23.7	4.80	113.8	未来核心增长区域，下沉市场空间广阔
合计	2.1	1,408	66.8	5.10	340.6	

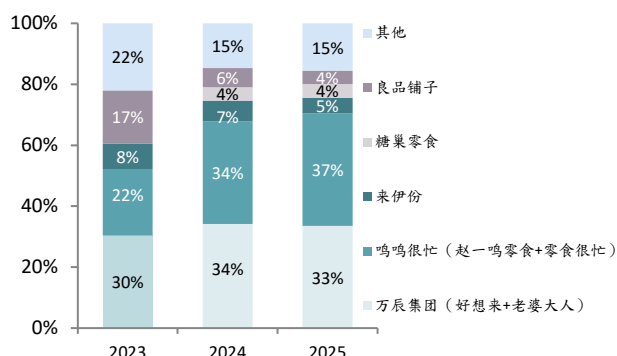
资料来源: 国家统计局, 交银国际估算

“双强”格局下，盈利释放周期有望逐步开启

经过前期的快速扩展以及 2023-2024 年的并购整合，行业已形成鸣鸣很忙与万辰集团的双强格局。根据灼识咨询的数据，两家公司的合计 GMV 占比已达 75.5%（2025 年）；从门店数量来看，两家公司的门店数量占比也超过七成（2025 年末），形成了高进入门槛。

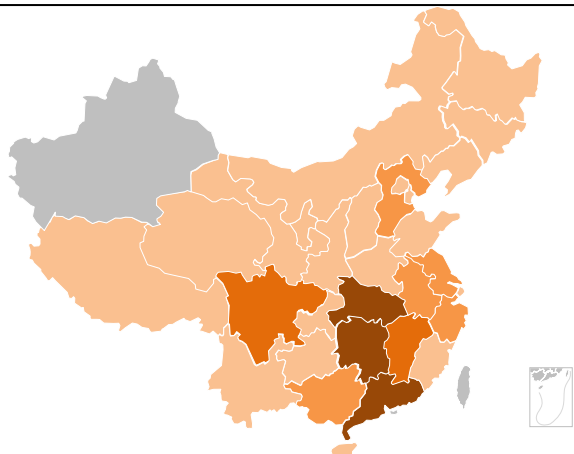
我们观察到，2025 年以来，行业竞争逻辑发生了重要变化。首先，头部企业已形成规模壁垒，开店逐步转向精准加密，下沉市场（县域及乡镇）成为未来核心增量来源，这要求品牌须具备强大的加盟管理能力与物流覆盖深度。其次，价格维度的竞争趋缓，竞争重心正在从份额争夺转向盈利能力优化。因此，我们认为，头部企业在万店规模带来的议价权、数字化带来的高周转效率以及产品品类优化等因素推动下，有望迎来盈利能力的系统性提升。

图表 13: 2023-25 年量贩零食行业竞争格局变化，以门店数计



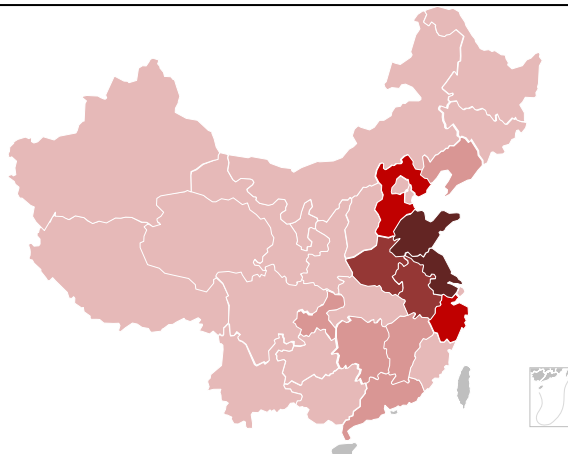
资料来源: 极海品牌监测, 鸣鸣很忙招股书, 万辰招股书, 交银国际整理

图表 14: 鸣鸣很忙门店主要分布于华中、华南等区域



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 极海品牌监测*注: 截至 2025 年 12 月 31 日

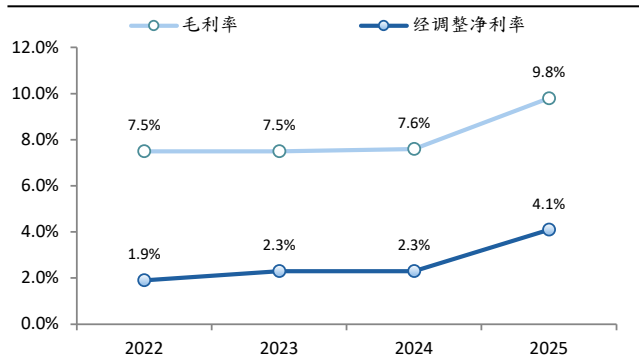
图表 15: 万辰集团门店主要分布于华东及华北等区域



资料来源: 万辰集团招股书*注: 截至 2025 年 12 月 31 日

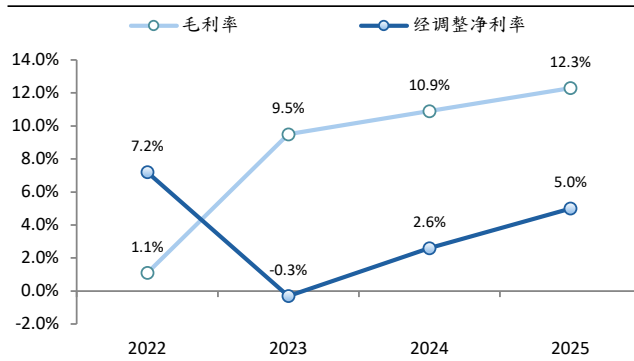
行业竞争趋缓的迹象浮现：首先，从利润率指标来看，行业领先企业的盈利能力在 2025 年出现了显著改善。以鸣鸣很忙/万辰集团为例，其毛利率从 2024 年的 7.6%/10.9% 提升至 2025 年的 9.8%/12.3%（万辰仅计算零食量贩业务），同期经调整净利率从 2.3%/2.6% 跃升至 4.1%/5.0%，单年改善幅度分别达到约 175/243 个基点；盈利能力的改善正是行业竞争强度缓解的直接体现。其次，从开店节奏来看，行业已从此前的竞速式扩张转向更为理性的精耕式布局，全行业净新增门店数量在 2024 年达到高峰后开始回落。

图表 16: 2022-25 鸣鸣很忙利润率趋势



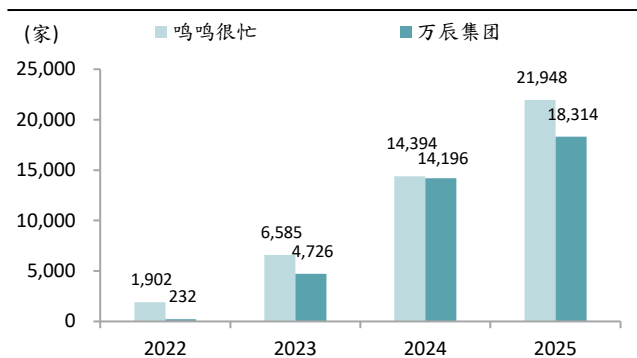
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际

图表 17: 2022-25 万辰集团利润率趋势



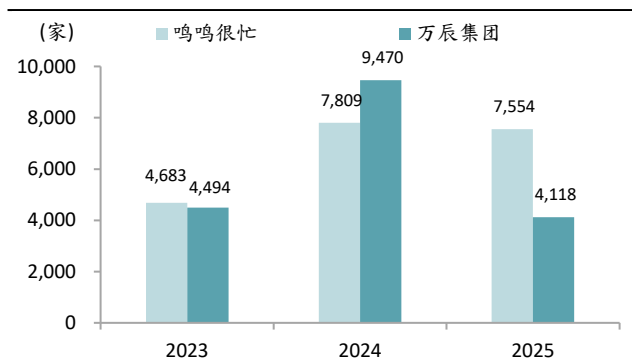
资料来源: 万辰招股书, 公司公告, 交银国际

图表 18:2022-25 鸣鸣很忙与万辰集团总门店数量



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 万辰集团招股书, 公司公告, 交银国际

图表 19:2023-25 鸣鸣很忙与万辰集团净新增门店数量



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 万辰集团招股书, 公司公告, 交银国际

综合来看，量贩零食行业正在经历从规模扩张向效率兑现的阶段切换。在这一阶段，行业的核心竞争变量不再是开店速度，而是运营效率和盈利弹性。我们认为，能够率先在盈利释放周期中胜出的企业，需要同时具备三项关键能力：一是领先规模赋予的上游议价权，这是成本端持续优化的根基；二是高度数字化的运营体系，能够将收入增长有效转化为利润增长；三是围绕核心场景的品类延伸能力，突破零食单品类天花板。

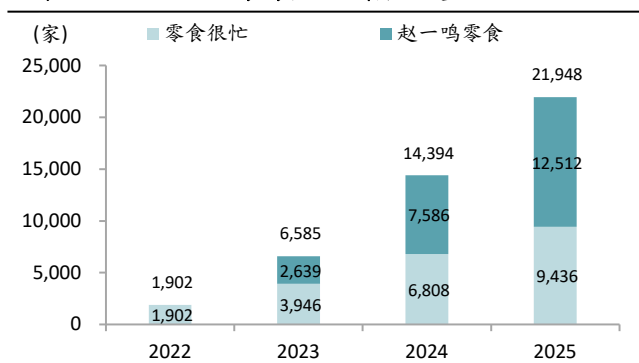
公司亮点：极致效率的零食量贩龙头企业

中国零食量贩行业的领导者，近年来公司规模快速增长

龙头地位稳固，近年来规模快速增长：按 GMV 计，鸣鸣很忙是目前中国最大的零食量贩零售商，旗下运营“零食很忙”与“赵一鸣零食”两大品牌。公司于2017年创立零食很忙品牌，2019年赵一鸣零食于江西创立；2023年11月两大品牌宣布战略合并，完成了行业内规模最大的一次整合，供应链与加盟管理体系随后快速统一。

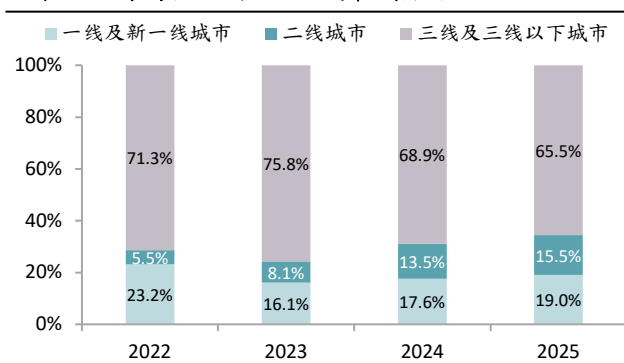
截至2025年末，公司门店总数达到21,948家，覆盖全国30个省份，其中约60%位于县城及乡镇。2025年公司实现GMV 936亿元，收入661.7亿元，经调整净利润26.9亿元。会员数从2024年末的1.2亿增长至2025年末的2.1亿。门店方面，2023年完成对赵一鸣的收购后处于快速增长轨道：门店从收购后2023年末的6,585家增长至2025年末的21,948家，复合增速达到82.6%；此外，GMV亦从2023年的153亿元增长至2025年的936亿元，复合增速达到147.1%。公司已从区域性企业成长为全国性的行业龙头。这一万店级别的门店规模，为公司在采购议价、数字化运营及品类延伸方面提供了坚实基础。

图表 20:2022-25 鸣鸣很忙门店数量



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际

图表 21:鸣鸣很忙分层级城市门店占比



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际

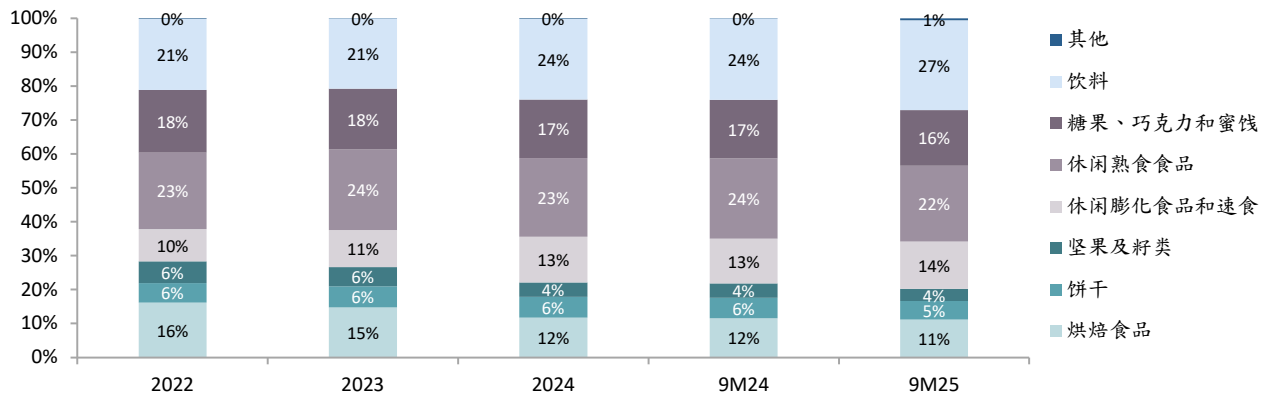
产品策略：数据驱动的精准确选品与差异化开发

⊕ 宽品类、高性价比、快迭代的差异化产品矩阵，满足消费者“逛”的需求

公司产品覆盖休闲熟食、饮料、糖果巧克力、烘焙食品、休闲膨化食品、坚果及饼干等7大主要品类，合作品牌超过750个。截至2025年9月末，公司在库SKU合计约4,000个，单店陈列SKU不低于1,800个，是同等规模商超零食饮料SKU数量的约两倍。从品类结构来看，饮料和休闲熟食是GMV占比最高的两大品类（2025年前三季度分别占26.5%和22.4%），且饮料占比近年来持续提升（从2022年21.0%提升至2025年的26.5%），反映出公司在高频消费品类上的持续发力。

在产品形态上，公司约 38% 的产品采用散装称重形式，约 34% 的 SKU 为与厂商合作定制的口味、包装或规格。散装称重显著降低了消费者的尝新门槛与决策成本，迎合了零食消费少量多样的即时性需求；合作定制则有效避免了与传统渠道的直接价格对比，为公司争取了更有利的渠道利润空间。在定价上，受益于规模化直采和精简的供应链环节，公司产品价格平均较线下商超同类产品低约 25%（2024 年末数据），高质价比的认知已成为品牌吸引并留存客流的核心。

图表 22: 2022-9M25 鸣鸣很忙以产品类别划分的 GMV 细分



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际

⊕ 数据驱动与标准化流程构筑公司的选品能力

产品竞争力的背后，是一套成熟的选品体系。公司拥有 281 人的专业选品团队（截至 2025 年末），建立了“初选-试吃-试卖-推广”的标准化决策机制。截至 2025 年末，公司累计服务超过 21 亿人次消费者，庞大的交易数据为洞察口味趋势、区域偏好和季节性需求提供了精准依据。

公司还开发了全民选品的微信小程序，使加盟商和门店人员能够实时反馈当地市场的产品需求，形成自下而上的选品信息流。基于此体系，公司保持了每月上新数百款产品的节奏，同时持续淘汰表现不佳的 SKU，确保门店产品组合始终贴近消费者需求。此外，选品团队会根据地域和季节因素调整产品组合，例如在广东地区增加饮料比例，在湖南、四川等地增加辣味零食占比，以实现区域化精准运营。

图表 23: 散装小包装产品陈列



资料来源:零食很忙官网, 交银国际

2026 年 5 月 13 日

鸣鸣很忙 (1768 HK)

⊕ 产品策略展望：聚焦零食场景的纵向深耕

在 2025 年业绩会上，管理层明确了产品策略的方向，即避开与传统零售正面竞争的低毛利常规品类，聚焦与零食消费场景契合的增量品类，有望拓宽消费场景的同时提升客单价。

具体而言包括：**1）**推进热食（如烤肠、蛋挞等）以及冷藏、冷冻（如冻干榴莲、冻干栗子等）等品类，这些品类与门店的休闲消费场景天然契合，且初步测试数据表现良好；**2）**持续深化与上游厂商的合作定制，开发更多差异化的口味和规格。

在自有品牌方面，管理层表示，由于公司目前门店端 80%的商品与传统零售渠道不重叠，自有品牌暂时非战略优先事项，更倾向于为优质食品厂商提供渠道窗口。因此，我们的盈利预测并未假设自有品牌占比的大幅提升；中长期来看，若公司选择发力，或有望构成额外的利润率弹性。

供应链策略：高周转模式下成本优势的底层支撑

① 扁平化直采与规模议价，构筑成本优势基石

如我们之前的讨论，量贩零食模式的本质是通过供应链效率的提升，将传统渠道中多层经销环节的利润空间让渡给消费者和加盟商。因此，公司的供应链效率是支撑其低价格、高周转、可盈利的商业模式闭环的关键。公司绝大部分产品直接采购自品牌厂商，精简了传统渠道中一级、二级经销商的中间环节。同时，依托超过两万家门店带来的采购量，公司对上游的议价能力持续增强，规模效应叠加公司对供应商的短账期（2025年应付账款周转天数仅约8天），2025年公司毛利率从7.6%提升至9.8%，充分验证了公司供应链效率的带来的成本优势。

② 全国仓配网络支撑T+1的快速配送

截至2025年末，公司在全国布局了56个仓库，形成了覆盖全部门店网络的高密度仓储体系。绝大多数门店位于仓库300公里辐射范围内，能够实现24小时内（T+1）配送到店。高效的履约体系直接体现在周转指标上，2025年库存周转天数仅12.7天，优于传统商超（通常30-50天）。整体仓储及物流成本占收入比控制在2%以内，处于行业领先水平。此外，为支撑品类延伸至冷藏冻品等品类，公司正在同步建设全国性冷链物流系统。

③ 从经验驱动转向数据驱动，有望进一步提升效率

公司自主研发的智能零售中台系统贯穿了采购、仓储、物流到门店运营的全链路。

- * **智能决策与精准运营**：在采购端，系统整合超过21亿人次的消费数据，通过AI算法为每家门店优化SKU组合、提供智能补货建议及定价策略，实现千店千面的精细化运营。管理层在2025年业绩会上表示，公司正将订货模式从基于经验的订货原则转变为基于预测的订货原则，加入计划性管理以进一步优化库存周转。
- * **订单与履约协同**：订单管理系统贯穿门店、仓库与供应商，自动聚合门店订单形成集中采购单，最大化采购规模；同时智能规划仓储拣货路径与物流配送路线。
- * **加盟体系管控**：在门店端，公司通过智能巡店系统（自动判断货架空满度、卫生状况等）和智能收银系统，与线下督导相结合，实现对全国门店在食品安全、商品陈列、服务标准等方面的强管控，确保品牌体验的高度统一。

门店策略与发展：加盟驱动高效扩张

① 轻资产加盟模式驱动网络快速扩张

公司采用以加盟为核心的扩张模式，总部负责品牌、供应链、数字化系统和标准化运营输出，加盟商负责门店的日常经营和本地化管理。截至 2025 年末，加盟店占门店总数的 99% 以上。公司为加盟商提供涵盖选址、装修、供应链、培训及数字化系统的全方位运营支持，并通过智能零售中台系统与标准化 SOP 确保全国门店在品牌形象、商品陈列和服务质量上的高度统一。2025 年，公司进一步优化组织结构，在全国设立十余个分公司，让前线更灵活地解决本地加盟商及门店的具体问题，总部则聚焦于流程化、系统化内容的输出。

图表 24: 门店的货架和产品陈列示意图



资料来源:鸣鸣很忙招股书,交银国际

中期开店空间：优势区域加密与空白市场开拓。管理层坚持开好店才能多开店的原则，在扩大门店规模的同时坚持高质量的加盟商筛选，关注加盟商的资金实力、本地经营经验及多店管理能力。尽管规模已居行业首位，但公司门店增长潜力依然广阔。基于行业中期约 6.7 万家的门店天花板测算，我们预测公司 2028 年门店数量有望超过 3 万家，对应约 46% 的市占率，较当前有约四成的开店空间。

我们认为，主要增量空间来自低线市场；区域方面，有望来自 1) **优势区域加密**：在华中、华南等根据地市场进一步提高密度，巩固区域势能；2) **交叉区域进攻**：在华东等与万辰集团重叠的区域，凭借更优的运营效率争夺份额。

图表 25: 门店增长假设

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
门店数量(家)	1,902	6,585	14,394	21,948	26,858	29,313	30,541
净新增门店	1,079	4,683	7,809	7,554	4,910	2,455	1,228
按城市层级							
一线及新一线城市	441	1,063	2,530	4,178	5,249	5,785	6,053
二线城市	104	532	1,943	3,394	4,337	4,809	5,045
三线及三线以下城市	1,357	4,990	9,921	14,376	17,272	18,719	19,443

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际预测

⊕ 增长逻辑切换，运营效率提升驱动单店价值提升

随着行业开店增速放缓，增长逻辑正从门店数量驱动转向单店价值与运营效率驱动。公司的工作重心正从门店数量扩张转向存量门店的效率提升。主要举措包括：**1) 存量门店调改**：公司已启动针对早期存量门店的运营优化计划，通过标准化陈列模板和数字化诊断工具提升老店效率。运营端把货摆满、摆齐、放对，提升SKU完整性和货架利用率，2025年下半年实施后门店表现已有明显改善。**2) 会员深度运营**：截至2025年末，公司会员人数已达2.1亿（较2024年末翻倍），同时复购率维持高位（约76%）。公司2026年计划加大会员运营投入，增加用户触达窗口，提升消费频次与品牌粘性。**3) 数字化基建**：推进加盟商端的数字化工具部署，简化盘库存等日常操作。

⊕ 单店经济模型测算

量贩零食门店的单店经济模型清晰，根据管理层在2025年业绩会上的披露，我们总结了公司标准的门店关键运营参数如下。

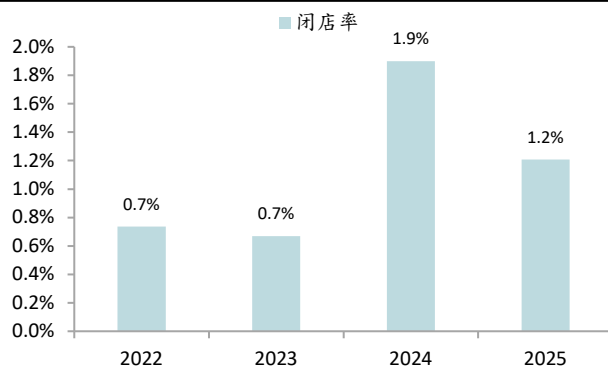
我们认为目前公司的单店模型健康，考虑到：**1) 加盟商的持续开店意愿**：2025年在补贴力度下降的情况下，加盟商踊跃程度和门店质量未下降，老加盟商愿意持续开新店；**2) 极低的闭店率（约1%）**，表明绝大多数门店在存续期内能够保持健康的财务状况。

图表 26: 公司的单店模型测算

指标	参数	备注
门店参数		
门店面积	120-150m ²	
日均客流量	400-500 人	
客单价	30+ 元	全国平均，一线城市略高
年收入测算		
日均营业额 (GMV)	12,000-15,000 元	客流×客单价
年营业额 (GMV)	450-550 万元	
毛利率	18-20%	终端售价与加盟商进货价之差
主要运营成本 (占 GMV)		
租金	约 4%	
人工	3-4%	
水电及其他	1-2%	
合计运营成本占比	8-10%	
门店经营利润率	8-12%	毛利率扣除上述运营成本
回报指标		
开店总投资	80-100 万元	含装修、设备、首批铺货保证金等
投资回收期	约 2 年	

资料来源: 公司业绩会披露、招股书, 交银国际整理

图表 27: 2022-25 年公司闭店率低



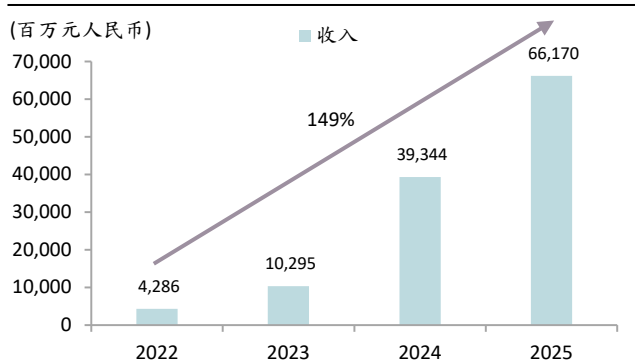
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际*注: 闭店率=当期关闭门店数/期末门店数

财务分析与盈利展望

收入：门店网络驱动下收入高速增长

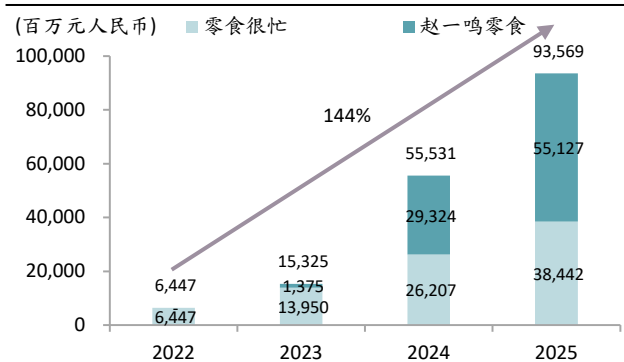
2022-25 年公司规模快速扩张：公司收入在过去四年实现了爆发式增长，从 2022 年的 42.9 亿元跃升至 2025 年的 661.7 亿元，CAGR 高达 149%，主要由门店网络的快速扩张驱动。同期 GMV 从 64.5 亿元增长至 936 亿元，门店总数从 1,902 家增长至 21,948 家。

图表 28:2022-25 收入规模及增速



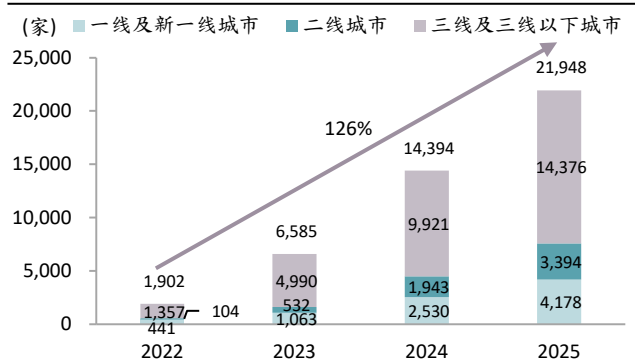
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际

图表 29: 2022-25 GMV 规模及增速



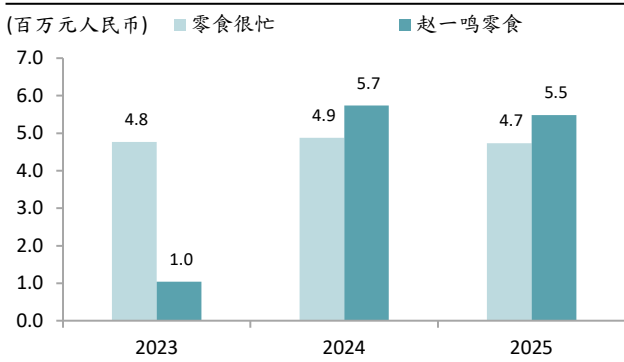
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际

图表 30:2022-25 门店数量变化, 按城市层级



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际

图表 31:2022-25 单店 GMV 变化



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际

收入增长驱动以门店扩张为主, 单店价值提升为辅：展望未来, 门店网络扩张仍是中短期内收入增长的主要驱动力。我们预计 2025-2028 年门店数量 CAGR 约 12%, 从当前约 2.2 万家增长至 2028 年超 3 万家。其中 2026 年净增约 4,910 家 (与管理层指引 5,000 家相近), 2027-28 年净增速度预计逐步放缓至约 2,455 家和 1,288 家, 预计开店节奏将自然趋缓, 主要是考虑到随着门店网络密度的提升和优质点位竞争的加剧, 这也与现制饮品等万店级连锁业态在类似规模阶段的扩张经验一致。

需要指出的是, 2025 年成熟门店的同店表现已趋稳定, 2025 年下半年同店接近持平, 2025 年单店 GMV 的同比下滑主要是快速开店期的结构性稀释效应。

考虑到新增门店主要集中在低线城市与县域乡镇（我们估算低线城市单店GMV较公司整体均值低约高单位数百分比），叠加新店爬坡期对整体均值的稀释效应，我们预计整体单店GMV在2026年仍有小幅回落，2027年后随着开店节奏趋缓、新店占门店总数比例的下降，叠加成熟门店受益于会员运营深化和品类延伸带来的同店小幅增长，整体单店GMV有望逐步企稳并温和回升。单店价值提升的驱动主要包括品类延伸（热食、冻品等）、存量门店调改、会员深度运营等，但我们的基础预测目前仅假设单店GMV温和企稳。若上述举措见效快于预期，将构成盈利预测的上行弹性。综合来看，我们预计2025-2028年收入CAGR约18%，主要由门店扩张驱动。

图表 32: GMV 关键假设

(人民币)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
GMV (百万元)	6,447.0	15,325.0	55,531.0	93,569.0	124,490.1	143,476.7	153,737.7
同比增速		138%	262%	68%	33%	15%	7%
门店数量 (家)	1,902	6,585	14,394	21,948	26,858	29,313	30,541
净新增门店	1,079	4,683	7,809	7,554	4,910	2,455	1,228
单店 GMV (百万元/家)	4.73	3.61	5.29	5.15	5.10	5.11	5.14
同比增速		-24%	47%	-3%	-1%	0%	1%
每家门店日均订单量	385.0	388.0	452.0	443.5	441.6	440.9	442.5
同比增速		1%	16%	-2%	0%	0%	0%
客单价 (元)	36.8	36.2	34.4	31.8	31.6	31.7	31.8
同比增速		-2%	-5%	-7%	-1%	0%	0%

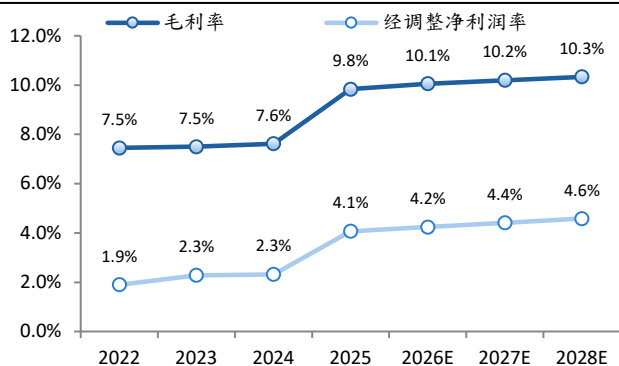
资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际预测*2025年每家门店日均订单量、客单价为交银国际估算

盈利能力：规模释放推动盈利能力进入上行通道

毛利率结构性改善，成本优势持续巩固：公司毛利率2022-2024年稳定在7.5%-7.6%，2025年呈现结构性提升至9.8%。我们认为这一改善主因有三：**1）**合并协同效应：零食很忙与赵一鸣供应链整合后，整体议价能力增强；**2）**规模效应：采购规模翻倍带动成本端持续优化；**3）**竞争格局改善：双强格局下补贴退坡，加盟商补贴等成本减少。展望未来，我们预计毛利率将从2025年的9.8%温和提升至2028年的10.3%，主要由规模议价和产品结构优化驱动。

费用率受益于运营效率提升和规模摊薄，经调整净利率提升路径清晰：我们预计公司销售费用率将从2025年的3.8%小幅降至2028年的3.6%，反映出门店密度提升带来的营销效率改善。管理费用率在2025年因组织架构调整而同比有所上升，但随着收入持续增长，我们预计将从2025年的1.4%逐步摊薄至2028年的1.3%。公司盈利能力的修复趋势在2025年变得尤为清晰。经调整净利率从2022/23年的1.9%/2.3%，提升至2025年的4.1%，我们测算单2025年4季度经调整净利率达到4.5%。我们预计经调整净利率将从2025年的4.1%稳步提升至2028年的4.6%。我们的净利率假设相对审慎，以规模自然释放为主。

图表 33: 2022-28E 鸣鸣很忙利润率趋势及预测



资料来源: 公司公告, 交银国际预测

ROE 有望维持在 20% 以上的水平：公司 ROE 在 2023-2025 年逐年攀升，从 2023 年的 4.7% 提升到 2025 年 28.8%。这一改善主要来自以下几个方面的协同驱动。首先，净利率是最核心的驱动变量：公司经调整净利率从 2023 年的 2.1% 提升至 2025 年的 3.5%，是 ROE 提升的首要因素。其次，公司的资产周转率维持在极高水平：2025 年资产周转率达到 5.3 倍，受益于公司高周转的业务模式、以加盟为主的轻资产模式、以及快速的现金回笼效率。2026 年港股上市后，考虑到权益乘数的影响，我们预计公司 2026-28 年将小幅下降，但仍维持在 20% 以上的水平。

图表 34: 2022-2028E 年鸣鸣很忙杜邦分析拆解

指标	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利率 (%)	2.1%	2.1%	3.5%	3.7%	3.9%	4.0%
资产周转率 (x)	1.5x	3.9x	5.3x	4.4x	4.1x	3.7x
权益乘数 (x)	1.5x	1.8x	1.6x	1.5x	1.5x	1.4x
ROE (%)	4.7%	14.5%	28.8%	24.0%	23.5%	21.7%

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际预测

现金周转周期行业领先：公司凭借强势的产业链地位与高效运营，创造了充沛的经营性现金流。2025 年公司现金周转周期仅为 5.0 天，始终维持在极低水平。这得益于：**1)** 库存周转天数低至 12.7 天，远优于传统商超；**2)** 贸易应收款项周转天数不足 1 天；**3)** 贸易应付款项周转天数约 8.2 天，公司对供应商的短账期可以换取更优的采购价格。这种快收快付的资金循环模式，使公司能够在极低的营运资本占用下维持高速运转。我们假设 2026-2028 年存货周转天数仍维持在 12-13 天，供应链效率的持续优化有望推动库存周转进一步改善，但预计将部分被品类延伸（冷链冻品等）所抵消，该水平仍远优于传统零售同业。

图表 35: 2022-28E 现金周转天数

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货周转天数	11.5	16.0	11.6	12.7	12.7	12.7	12.7
贸易应收款项周转天数	0.2	1.1	1.0	0.4	0.5	0.5	0.5
贸易应付款项周转天数	7.2	13.8	10.5	8.2	8.2	8.2	8.2
现金周转天数	4.5	3.3	2.0	5.0	5.1	5.1	5.1

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际预测

核心财务预测与敏感度分析

基于对公司门店扩张节奏、单店价值提升路径及盈利改善趋势的判断，我们对核心财务指标做出如下展望：营业收入预计将从2025年的662亿元增长至2028年的1,087亿元，2025-2028年CAGR约18%。同期，经调整净利润有望从26.9亿元增长至49.8亿元，CAGR约22%，增速高于收入增长，主要受益于净利率的持续提升。经调整净利率预计将从2025年的4.1%稳步提升至2028年的4.6%；整体资产负债结构将保持健康。

图表 36: 核心财务假设

财务指标	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万人民币)	4,286	10,295	39,344	66,170	88,037	101,464	108,721
同比增速(%)		140.2%	282.1%	68.2%	33.0%	15.3%	7.2%
毛利 (百万人民币)	319	772	2,999	6,506	8,851	10,343	11,232
毛利率(%)	7.5%	7.5%	7.6%	9.8%	10.1%	10.2%	10.3%
销售费用率(%)	3.7%	3.2%	3.8%	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%
管理费用率(%)	1.4%	1.1%	1.0%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
经调整净利润 (百万人民币)	81	235	913	2,692	3,735	4,479	4,985
同比增速(%)		188.1%	288.7%	195.0%	38.8%	19.9%	11.3%
经调整净利率(%)	1.9%	2.3%	2.3%	4.1%	4.2%	4.4%	4.6%
EPS(摊薄,人民币)	1.95	4.45	6.46	11.78	14.93	18.01	20.14
资产负债率(%)	36.5%	31.4%	43.7%	35.8%	31.8%	31.9%	31.0%
ROE(%)	12.1%	4.7%	14.6%	28.8%	24.0%	23.5%	21.7%

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际预测

④ 盈利预测关键假设敏感度分析

我们的盈利预测对经调整净利率最为敏感。在合理的假设波动范围内，经调整净利率的影响更为显著。在净开店固定于基准假设的情况下，净利率从4.0%变动至4.5%，经调整净利润将从35.3亿元波动至39.6亿元，幅度达12%；而在净利率固定于基准假设的情况下，净开店从4,500家变动至5,500家，经调整净利润仅从37.1亿元波动至37.8亿元，幅度约2%。

④ 关键跟踪指标

基于以上分析，我们建议投资者重点跟踪以下指标验证盈利预测：1) 季度毛利率趋势；2) 季度净新增门店数；3) 会员数增长及复购率趋势；4) 存量门店调改及品类延伸对同店的拉动效果等。

图表 37: 盈利预测关键假设敏感度分析，绝对值

净开店 \ 经调整净利率	4.0%	4.2% (基准)	4.5%
4,500家	35.0	37.1	39.3
4,910家 (基准)	35.3	37.4	39.6
5,500家	35.7	37.8	40.1

资料来源: 交银国际预测

图表 38: 盈利预测关键假设敏感度分析，百分比

净开店 \ 经调整净利率	4.0%	4.2% (基准)	4.5%
4,500家	93.5%	99.2%	105.2%
4,910家 (基准)	94.3%	100.0%	106.0%
5,500家	95.4%	101.1%	107.4%

资料来源: 交银国际预测

估值与目标价

首次覆盖给予买入评级，目标价 542.00 港元，对应潜在涨幅 26.7%

⊕ 我们首予鸣鸣很忙买入评级，目标价 542.00 港元

我们看好公司主要有四大核心理由：

1. 行业双强格局已确立，竞争逻辑从份额争夺转向盈利优化，公司作为门店数量与 GMV 双第一的龙头，将受益于盈利释放周期，我们预计经调整净利率将从 4.1% 温和提升至 4.6%，利润增速持续快于收入增速；
2. 门店扩张空间充足，我们测算公司市场份额有望进一步提升，2025-28E 年门店数量的复合增速约 12%；
3. 高周转商业模式构筑了 20% 以上的 ROE，盈利质量在消费零售板块中具备稀缺性；
4. 品类延伸与存量门店调改有望为单店价值提供增量弹性，尚未被市场充分定价。

我们预计公司 2025-2028 年收入 CAGR 约 18%，经调整净利润 CAGR 约 23%。基于 2026-2027 年经调整净利润均值，给予 25 倍目标 PE，对应目标价 542.00 港元。

⊕ 行业龙头溢价合理，PEG 具备吸引力

我们采用预期市盈率法对公司进行估值。25 倍目标 PE 高于可比休闲零食板块均值（约 18 倍）但低于零售连锁板块均值（约 29 倍），主要基于以下考量：

1. 龙头规模溢价：公司是门店数量与 GMV 双第一的行业龙头，万店网络带来的供应链定价权、数据资产和品牌心智构成了较深的竞争壁垒，护城河较高。
2. PEG 具备吸引力：25 倍 PE 对应 2025-2028 年经调整净利润 CAGR 约 23%，隐含 PEG 约 1.1 倍，在合理区间。
3. 港股稀缺性溢价：鸣鸣很忙是目前港股市场唯一的量贩零食标的，对于希望配置这一高增长赛道的投资者而言具备稀缺性。

⊕ 鸣鸣很忙 vs 万辰集团：行业双强估值对比

相较于直接竞争对手万辰集团，我们认为适度的溢价具备合理性（万辰集团历史平均 PE 估值中枢约 24 倍，目前交易在 17 倍 PE），主要基于以下三方面的因素：

1. 规模领先，门店网络质量更优。截至 2025 年底，鸣鸣很忙的门店规模略大于万辰集团（鸣鸣很忙/万辰集团门店数：21,948 家/18,314 家），同时鸣鸣很忙 2025 年闭店率约 1.2%，低于万辰集团的 3.0%，说明加盟商对公司模式的认可度高。

2026年5月13日

鸣鸣很忙 (1768 HK)

2. **经营效率领先。**鸣鸣很忙单店月均GMV 42.9万元（万辰38.2万元），存货周转天数12.7天（万辰17.9天），在客流获取和供应链效率上处于更优水平。更高的单店产出或带来更短的回本周期，门店网络的扩张基础更为健康。
3. **财务结构更为稳健。**鸣鸣很忙/万辰集团2025年负债率分别为36%/75%。万辰的优势在于更高的盈利能力（经调整净利率：万辰5.0% vs. 鸣鸣很忙4.1%），这可能得益于更早完成的多品牌整合和对上游议价成熟度，以及2025年开店节奏放缓的阶段性策略差异。但我们认为，随着鸣鸣很忙规模效应的持续释放以及竞争格局的进一步优化，两者的净利率差距有望逐步收窄。

综合来看，万辰集团自2023年进军零食业务以来，平均交易在24倍PE区间，高速成长期一度达到30倍以上。我们给予鸣鸣很忙25倍PE，位于万辰集团历史区间的中枢水平，考虑到鸣鸣很忙更大的规模基数、更优的经营效率，我们认为该估值具备合理性。

图表 39：同业估值比较

股票代码	公司名称	股价 收市价 货币	市值 (US\$bn)	Beta	3个月 日均 成交量 (US\$m)	—每股盈利同比%—			3年 CAGR PEG		—市盈率—			股本 回报率 —市净率—				—股息率—		EV/EBITDA																
						26E	27E	28E	25-28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E													
休闲零食																				3.8	50.4	18.3	9.3	25.1	0.6	18.2	15.3	14.1	24.6	22.3	4.2	3.3	3.1	3.9	10.9	9.1
1768-HK	鸣鸣很忙	HKD 465.6	12.9	NM	19.9	40.8	24.9	18.5	27.7	0.7	24.4	19.5	16.5	30.1	26.7	6.7	5.1	0.7	0.9	15.3	11.7															
300972-CH	万辰集团	CNY 227.84	6.5	0.60	60.1	67.8	26.8	22.6	37.6	0.4	18.6	14.7	12.0	72.6	52.0	12.1	7.2	1.1	1.6	8.5	6.2															
002847-CH	盐津铺子	CNY 57.62	2.3	0.60	28.0	20.0	19.9	15.7	18.5	0.8	17.3	14.4	12.5	35.8	34.5	5.9	4.7	3.0	3.5	12.7	10.7															
002991-CH	甘源食品	CNY 52.13	0.7	0.79	7.6	38.0	17.3	6.1	19.8	0.7	16.4	14.0	13.2	15.5	16.7	2.5	2.3	4.1	6.2	NM	NM															
002557-CH	洽洽食品	CNY 23.2	1.7	0.78	24.1	113.7	17.7	11.3	40.9	0.4	17.3	14.7	13.2	12.0	13.6	2.1	2.0	5.2	6.1	9.7	9.6															
003000-CH	劲仔食品	CNY 11.24	0.7	0.80	7.2	18.5	17.2	14.0	16.5	0.9	17.4	14.8	13.0	18.3	19.7	3.1	2.8	3.7	4.4	12.1	10.3															
603517-CH	绝味食品	CNY 12.06	1.1	1.33	10.8	NM	7.2	(7.1)	NM	NM	17.4	16.2	17.5	5.8	6.0	1.2	1.1	4.5	4.7	7.9	7.2															
151-HK	旺旺	HKD 4.37	6.6	0.56	3.5	(6.3)	6.4	2.5	0.7	NM	11.0	10.4	10.1	20.8	19.8	2.2	2.0	4.6	5.1	6.4	5.7															
300783-CH	三只松鼠	CNY 19.42	1.1	0.75	28.6	110.5	27.0	0.0	38.8	0.5	23.7	18.6	18.6	10.1	11.9	2.4	2.2	1.4	2.2	14.3	11.4															
零售/连锁业态																				4.6	11.0	126.1	21.1	22.4	0.7	28.9	16.2	12.9	18.0	18.9	3.8	3.2	4.9	6.2	9.4	7.5
2097-HK	蜜雪冰城	HKD 290	14.1	NM	22.5	7.6	13.1	11.7	10.8	1.2	15.0	13.2	11.8	22.1	20.2	3.1	2.5	0.6	1.1	9.8	8.0															
9896-HK	名创优品	HKD 28.74	4.5	0.99	13.7	NM	4.5	6.6	NM	NM	11.4	10.9	10.2	26.6	21.1	2.9	3.3	4.0	4.3	6.1	7.5															
1364-HK	古茗	HKD 24.84	7.5	NM	20.0	43.2	22.0	18.5	27.4	0.5	15.4	12.7	10.7	46.5	42.4	6.4	4.7	2.9	3.8	11.8	9.0															
601933-CH	永辉超市	CNY 3.76	5.0	1.59	242.7	NM	175.9	33.8	NM	NM	129.7	47.0	35.1	12.9	24.9	13.1	10.4	0.3	0.7	22.5	15.1															
2517-HK	锅圈食品	HKD 3.27	1.1	0.73	9.6	32.5	25.9	20.2	26.1	0.4	13.1	10.4	8.7	17.6	19.7	2.2	2.0	5.5	6.1	6.8	5.2															
6110-HK	滔搏	HKD 2.98	2.4	1.31	5.0	(1.0)	10.2	13.7	7.5	1.5	12.6	11.5	10.1	13.7	15.2	1.7	1.7	8.3	9.2	6.6	5.7															
6808-HK	高鑫零售	HKD 1.48	1.8	0.78	1.5	(80.0)	750.0	51.5	37.1	0.5	NM	18.9	12.5	1.0	3.5	0.6	0.6	9.8	10.3	2.3	1.8															
3813-HK	宝胜国际	HKD 0.4	0.3	0.67	0.1	63.4	7.5	12.5	25.5	0.2	5.2	4.8	4.3	3.4	4.0	0.2	0.2	7.8	14.1	NM	NM															

资料来源：各公司资料，彭博一致预测，交银国际*截至2026年5月7日

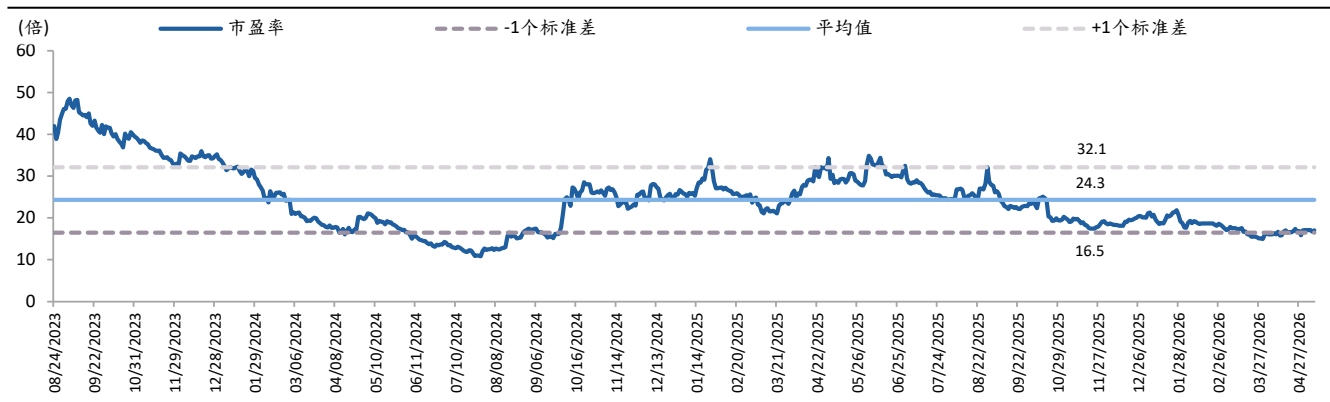
*注：3M ADTV 代表3个月日均成交量

图表 40: 鸣鸣很忙与万辰集团关键数据对比

	鸣鸣很忙	万辰集团
门店规模	21,948 家	18,314 家
GMV 总额	2024/2025: 555.3 亿元/935.7 亿元	2024/2025: 426.0 亿元/773.2 亿元
收入	2024/2025: 393.4 亿元/661.7 亿元	2024/2025: 317.9 亿元/508.6 亿元 (零食业务)
区域布局	华中、华南、西南，下沉市场渗透率高，60%门店位于县镇	华东、华北市场为主
发展路径	内生增长+战略合并 (零食很忙+赵一鸣零食)	外延并购为主，整合多个区域品牌
供应链能力	56 个仓库	48 个常温仓库+9 个冷链冷库
库存周转天数	12.7 天	约 17.9 天 (零食业务)
毛利率	2024/2025: 7.6%/9.8%	2024/2025: 10.7%/12.2%
经调整净利率	2024/2025: 2.3%/4.1%	2024/2025: 2.6%/5.0%
未来战略	推进门店升级与品类延伸，强化数字化	积极探索新店型，积极拓品类

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际整理*注: 均为 2025 年数据, 除非另外说明

图表 41: 万辰集团历史市盈率 (TTM)



资料来源: 彭博, 公司资料, 交银国际

风险分析

行业竞争加剧风险：量贩零食行业竞争激烈，若与万辰集团的竞争重燃，或导致价格竞争或加盟商补贴竞争再次加剧，侵蚀利润率。

单店增长不及预期风险：随着门店网络密度增加，新开门店可能对现有门店产生分流效应，导致单店收入增长放缓甚至下滑，影响加盟商盈利能力和开店意愿。

加盟商管理风险：公司业务高度依赖加盟模式，加盟商的运营水平、合规性以及与公司的关系稳定性对品牌声誉和经营业绩至关重要。

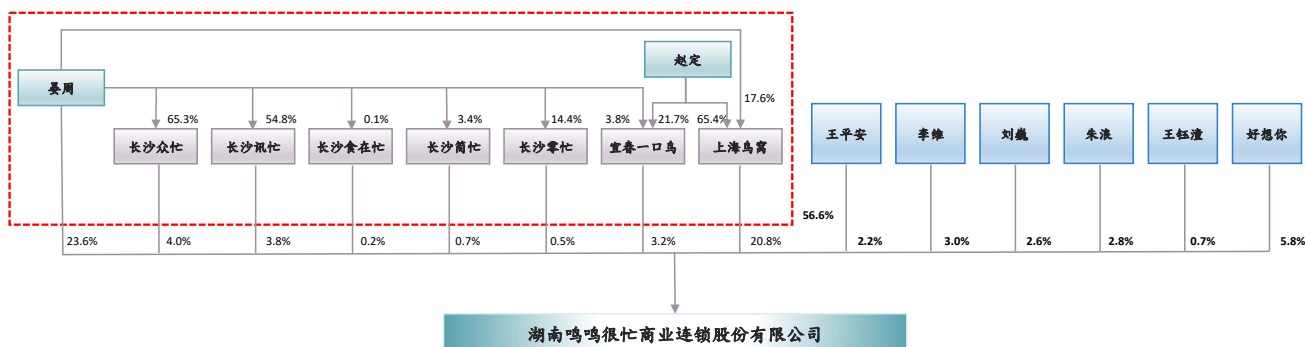
食品安全风险：作为食品零售企业，任何潜在的食品安全问题都可能对品牌形象造成严重打击，并引发监管处罚和消费者信任危机。

新业务拓展不及预期风险：品类延伸尚处于探索阶段，在热食及冷链品类的供应链建设、门店运营复杂度管理等方面面临新的挑战，存在无法成功复制或盈利不及预期的风险。

股东结构和管理层背景

公司持股结构较为集中：截至 2026 年 2 月，创始人晏周先生和赵定先生作为一致行动人共同持股约 57%，双方共同主导公司的发展方向。其他主要股东还包括好想你（持股约 6%）、公司高管及其他投资机构等。

图表 42: 股东结构



资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际整理*注: 于 2026 年 2 月 20 日

公司管理团队稳定且具备丰富的经营经验：董事长晏周先生负责整体战略规划、业务发展及主要运营决策，副董事长赵定先生负责品牌市场拓展等业务。核心成员部分沿用原品牌高层，来自赵一鸣零食的王平安先生负责商品供应，来自零食很忙的李维先生负责门店运营，两人均在各自领域拥有丰富的统筹管理经验。合并后，团队还引进了首席财务官王钰潼先生在内的专业高管人才，形成了经验互补的管理梯队。

图表 43: 管理层背景

姓名	职位	背景与主要职责
晏周	董事长、执行董事兼总经理	集团创始人。2017 年创立“零食很忙”。负责整体战略规划、业务发展及主要运营决策。
赵定	副董事长、执行董事兼副总	“赵一鸣零食”创始人。负责集团战略规划、业务发展及日常运营决策。
王钰潼	执行董事兼首席财务官	2023 年加入。负责财务及资本管理。曾任职于华兴资本，并创立明越资本。
王平安	执行董事、商品与供应链负责人	负责商品采购及供应链管理。拥有丰富的选品与上游厂商对接经验。
李维	执行董事、门店运营负责人	2016 年加入，联合创始人背景。负责集团门店运营及标准化管理。
张江	财务总监	负责集团日常财务运营。2018 年加入，曾任职于致同会计师事务所。
陈超	董事会秘书、联席公司秘书	负责企业管治、信息披露及投资者关系。曾任职于国泰君安证券。

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 交银国际整理

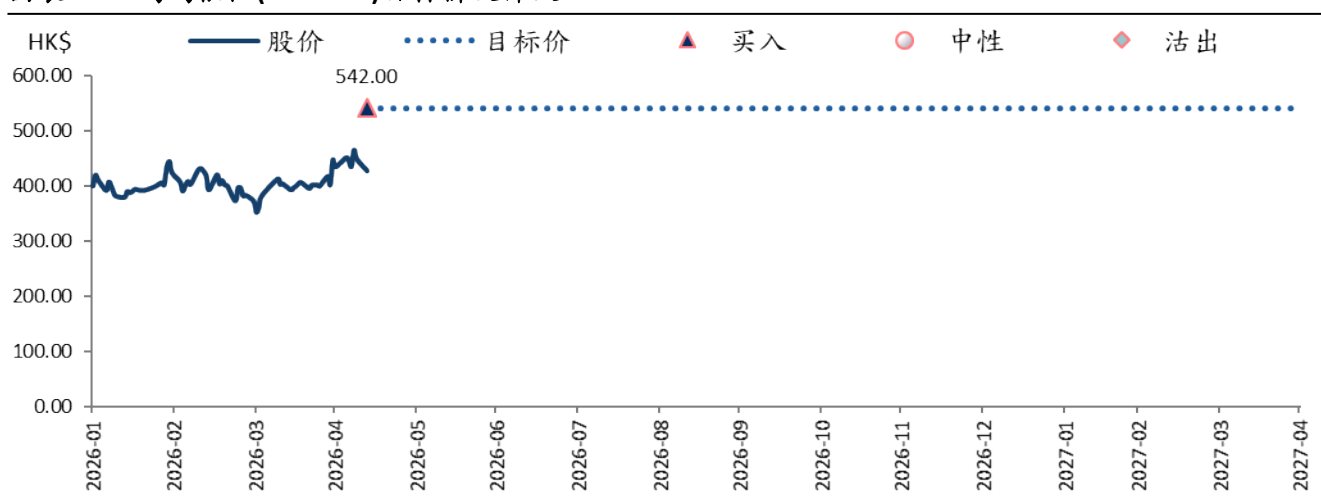
重要发展里程碑梳理

图表 44: 业务发展里程碑

业务发展阶段	时间	里程碑
品牌初创	2017-2019	2017年于湖南长沙开设首家“零食很忙”门店。 2019年于江西宜春开设首家“赵一鸣零食”门店。
区域扩张	2020-2023	2021年公司完成A轮融资。 2022年“零食很忙”门店数量突破1,000家。 2023年“赵一鸣零食”门店数量突破1,000家。
品牌整合	2023	2023年完成对赵一鸣的收购，两大品牌战略合并； 零食很忙“打造人民的零食品牌”，赵一鸣“帮助老百姓实现零食自由”。
全国扩张	2024年至今	截至2025年末，会员总数突破2.1亿，门店总数达到21,948家。

资料来源: 鸣鸣很忙招股书, 公司公告, 交银国际整理

图表 45: 鸣鸣很忙(1768 HK)目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2026 年 5 月 13 日

呜呜很忙 (1768 HK)

图表 46：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1768 HK	呜呜很忙	买入	427.80	542.00	26.7%	2026 年 5 月 13 日	零食
9992 HK	泡泡玛特	买入	162.90	232.80	42.9%	2026 年 03 月 26 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	8.06	8.90	10.4%	2026 年 02 月 13 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	27.32	35.90	31.4%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
3288 HK	海天味业	买入	33.98	41.30	21.5%	2026 年 03 月 30 日	调味品
600887 CH	伊利股份	买入	28.01	34.50	23.2%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	17.57	21.51	22.4%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	7.33	12.30	67.8%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.38	4.00	18.3%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	19.64	13.40	-31.8%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	14.10	10.40	-26.2%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	46.96	74.10	57.8%	2026 年 03 月 31 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	21.18	30.10	42.1%	2026 年 03 月 30 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	80.09	96.20	20.1%	2025 年 09 月 01 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	40.34	52.96	31.3%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	27.02	22.64	-16.2%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	1.68	1.90	13.1%	2026 年 03 月 31 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	27.70	45.50	64.3%	2026 年 04 月 01 日	零售
2331 HK	李宁	买入	19.41	23.80	22.6%	2026 年 03 月 20 日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	77.90	108.70	39.5%	2026 年 01 月 21 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	中性	0.38	0.49	28.9%	2026 年 03 月 13 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.91	2.98	2.3%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 5 月 13 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	39,344	66,170	88,037	101,464	108,721
主营业务成本	(36,344)	(59,665)	(79,186)	(91,121)	(97,488)
毛利	2,999	6,506	8,851	10,343	11,232
销售及管理费用	(1,867)	(3,323)	(4,402)	(4,972)	(5,219)
其他经营净收入/费用	(0)	(4)	(5)	(5)	(6)
经营利润	1,132	3,179	4,444	5,366	6,008
财务成本净额	(7)	(14)	(19)	(22)	(23)
应占联营公司利润及亏损	4	18	24	28	30
其他非经营净收入/费用	23	71	95	109	117
税前利润	1,152	3,254	4,544	5,481	6,132
税费	(323)	(925)	(1,292)	(1,558)	(1,743)
非控股权益	(5)	0	0	0	0
净利润	825	2,329	3,253	3,923	4,389
Non-GAAP标准的净利润	913	2,692	3,735	4,479	4,985

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,936	3,737	9,597	11,382	15,428
有价证券	35	8	8	8	8
应收账款及票据	153	7	133	153	164
存货	1,674	2,490	3,037	3,323	3,481
其他流动资产	2,316	1,911	2,466	2,841	3,043
总流动资产	6,114	8,153	15,241	17,707	22,124
物业、厂房及设备	158	467	738	918	1,003
无形资产	356	467	635	751	823
合资企业/联营公司投资	76	104	109	115	120
其他长期资产	3,465	3,409	3,461	3,515	3,572
总长期资产	4,054	4,448	4,943	5,299	5,518
总资产	10,168	12,601	20,184	23,006	27,642
短期贷款	491	0	0	0	0
应付账款	1,495	1,177	2,369	1,712	2,654
其他短期负债	1,918	2,820	3,429	3,750	3,922
总流动负债	3,904	3,997	5,798	5,461	6,576
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	536	519	560	580	590
总长期负债	536	519	560	580	590
总负债	4,440	4,517	6,358	6,041	7,166
股本	25	200	216	216	216
储备及其他资本项目	5,703	7,884	13,611	16,749	20,260
股东权益	5,728	8,084	13,826	16,965	20,476
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	5,728	8,084	13,826	16,965	20,476

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	1,152	3,254	4,544	5,481	6,132
折旧及摊销	146	256	398	601	780
营运资本变动	(1,679)	(129)	530	(1,041)	733
税费	(267)	(784)	(1,292)	(1,558)	(1,743)
其他经营活动现金流	417	452	19	22	23
经营活动现金流	(230)	3,049	4,199	3,505	5,925
资本开支	(166)	(334)	(468)	(492)	(516)
投资活动	(10)	(30)	(5)	(5)	(6)
其他投资活动现金流	17	89	(420)	(458)	(478)
投资活动现金流	(159)	(275)	(894)	(956)	(1,000)
负债净变动	378	324	66	21	(2)
权益净变动	259	2	3,140	0	0
股息	(32)	(300)	(651)	(785)	(878)
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	604	26	2,555	(764)	(880)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	1,721	1,936	3,737	9,597	11,382
年末现金	1,936	3,737	9,597	11,382	15,428

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	7.079	13.624	17.340	20.793	23.140
全面摊薄每股收益	7.075	13.615	17.146	20.561	22.881
每股股息	0.250	1.517	2.986	3.601	4.029
每股账面值	44.405	40.886	63.464	77.870	93.986
利润率分析(%)					
毛利率	7.6	9.8	10.1	10.2	10.3
EBITDA利润率	3.3	5.3	5.6	5.9	6.3
EBIT利润率	2.9	4.9	5.2	5.4	5.7
净利率	2.1	3.5	3.7	3.9	4.0
盈利能力(%)					
ROA	8.2	18.5	16.1	17.1	15.9
ROE	14.5	28.8	23.5	23.1	21.4
ROIC	10.1	26.3	30.7	33.8	35.9
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.6	2.0	2.6	3.2	3.4
存货周转天数	11.6	12.7	12.7	12.7	12.7
应收账款周转天数	1.0	0.4	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	10.5	8.2	8.2	8.2	8.2

交銀國際

香港中環德輔道中68號萬宜大廈9樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

2026年5月13日

呜呜很忙 (1768 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司及驭势科技（北京）股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告期内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必要的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
张靖	(852) 3710 3330	jing.zhang
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang
洪尚	(852) 3710 3226	carla.hong